



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪021号

华能国际电力股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“华能国际电力股份有限公司2007年公司债券”第一期的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月十六日

华能国际电力股份有限公司

2007年公司债券(第一期)跟踪评级报告(2014)

债券名称	华能国际电力股份有限公司 2007 年公司债券(第一期)		
担保主体	中国建设银行、中国银行		
发行规模	人民币 10 亿元(5 年期) 人民币 17 亿元(7 年期) 人民币 33 亿元(10 年期)		
存续期限	2007/12/26-2012/12/25 2007/12/26-2014/12/25 2007/12/26-2017/12/25		
上次跟踪时间	2013/05/13		
上次跟踪评级结果	债项级别	AAA	主体级别 AAA 评级展望: 稳定
本次跟踪评级结果	债项级别	AAA	主体级别 AAA 评级展望: 稳定

概况数据

华能国际	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	581.60	649.18	740.45
总资产(亿元)	2,543.65	2,568.62	2,602.75
总债务(亿元)	1,670.91	1,674.53	155.90
营业总收入(亿元)	1,334.21	1,339.67	1,338.33
营业毛利率(%)	8.70	16.30	23.14
EBITDA(亿元)	219.84	294.14	369.39
所有者权益收益率(%)	2.35	10.56	17.70
资产负债率(%)	77.14	74.73	71.55
总债务/EBITDA(X)	7.60	5.69	4.22
EBITDA 利息倍数(X)	2.55	3.08	4.46

中国建设银行	2011	2012	2013
资产总额(亿元)	122,818.34	139,728.28	153,632.10
归属于母公司所有者净利润(亿元)	1,692.58	1,931.79	2,146.57
平均资本回报率(%)	22.33	21.92	21.23
平均资产回报率(%)	1.47	1.47	1.47
不良贷款率(%)	1.09	0.99	0.99
拨备覆盖率(%)	241.44	271.29	268.22
资本充足率(%)	13.68	14.32	13.34

中国银行	2011	2012	2013
资产总额(亿元)	118,297.89	126,806.15	138,742.99
归属于母公司所有者净利润(亿元)	1,242.76	1,394.32	1,569.11
平均资本回报率(%)	18.21	17.98	18.04
平均资产回报率(%)	1.17	1.19	1.23
不良贷款率(%)	1.00	0.95	0.96
拨备覆盖率(%)	220.75	236.30	229.35
资本充足率(%)	12.98	13.63	12.46

注: 1、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;
2、交易性金融负债未计入短期债务, 从而未反映在总债务中。

基本观点

2013 年, 由于我国用电需求增速提高以及水电发电量减少, 华能国际电力股份有限公司(以下简称“华能国际”或“公司”)境内售电量有所上升, 同时受益于煤炭价格继续下行, 公司盈利能力大幅提高。此外, 公司电力资产规模继续扩大, 发电能力继续提升, 各项运营指标处于国内领先水平, 行业龙头地位稳固。同时, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到电煤价格波动和电价调整政策可能对公司盈利空间产生的影响、负债水平存在上升压力以及新加坡市场竞争加剧等不利因素对公司信用水平可能产生的影响。

中国建设银行股份有限公司(以下简称“中国建设银行”或者“建行”)和中国银行股份有限公司(以下简称“中国银行”或者“中行”)分别为“华能国际电力股份有限公司 2007 年公司债券(第一期)”提供各 30 亿元的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中诚信证评维持“华能国际电力股份有限公司 2007 年公司债券(第一期)”信用等级 AAA, 维持华能国际电力股份有限公司主体信用等级 AAA, 评级展望稳定。

正面

- 电力资产继续扩大, 发电能力持续提高。截至 2013 年末, 公司可控装机容量和权益装机容量分别达到 6,679.5 万千瓦和 5,962.5 万千瓦, 全年发电量 3,175 亿千瓦时, 居国内行业前列。未来几年, 随着新建机组的陆续投产和电力资产的收购, 公司发电能力有望进一步提升。
- 盈利能力大幅提升。受益于煤炭价格继续下行, 2013 年公司毛利率上升至 23.14%, 较上年提升 6.84%; 当年实现净利润 131.01 亿元, 同比增长 91.24%, 经营效益大幅提升。
- 短期偿债能力指标逐步增强。2013 年, 煤炭采购成本的下降使得公司经营活动净现金流和 EBITDA 有大幅提高, 公司各项短期偿债能

力指标得到优化。

关 注

- 电煤价格波动和电价调整政策对公司的影响。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，电煤价格的波动和煤电联动电价调整政策对公司盈利影响较大。
- 负债水平存在上行压力。根据公司对未来两年的资本支出规划，2014 年公司电源项目、港口煤炭项目以及技改项目的资本支出合计达到 248.42 亿元，公司资本支出压力仍然较大，负债水平存在上行压力。
- 新加坡电力市场竞争情况。近年来新加坡电力市场竞争加剧，公司下属新加坡大士能源有限公司 2013 年收入规模和盈利能力下降幅度较大。

分 析 师

刘 刚 gangliu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 16 日

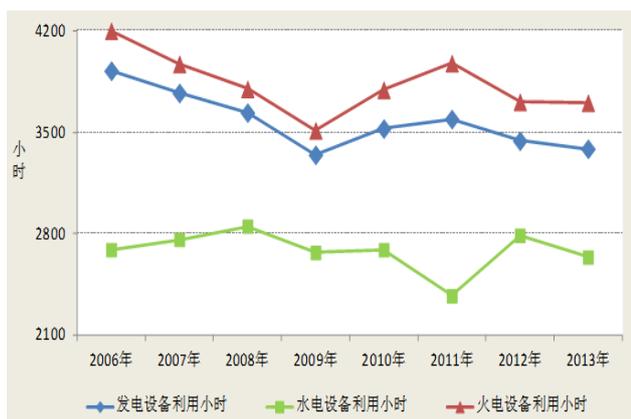
行业关注

2013 年以来我国用电需求增速回升，火电设备利用小时数有所增加，而来水偏枯使得水电发电有所减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而带动了旺盛的电力需求。尽管 2011 年以来欧债危机频发、美国经济复苏缓慢，外围经济环境欠佳，加之我国固定资产投资增速放缓，2012 年全国全社会用电量增速较上年回落 6.2 个百分点，但受当年我国宏观经济运行稳中有升、全国大范围持续高温天气及上年同期基数较低等因素的影响，2013 年我国全社会用电量累计 5.32 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，增速较上年度提升 2 个百分点。

从发电机组利用小时数情况来看，2013 年，全国发电设备累计平均利用小时 4,511 小时，同比下降 68 小时。其中，受来水偏枯的影响，水电设备平均利用小时为 3,318 小时，同比下降 273 小时（2012 年增速较高，基数较大）；而火电设备平均利用小时为 5,012 小时，同比增长 30 小时。

图 1：2006~2013.Q3 全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中电联，中诚信证评整理

近年随着我国调整电源结构的力度不断加大，火电投资有所下降，而水电保持了较高投资增速。目前我国正处在能源结构调整时期，如果新能源出力不足，而火电项目投资下降，“十二五”末期将可能形成一定的电力缺口。但长期来看，随着电源和产业结构调整完善，我国电力供求关系将会再次达到平衡，届时，清洁能源占比更大的电源结构将

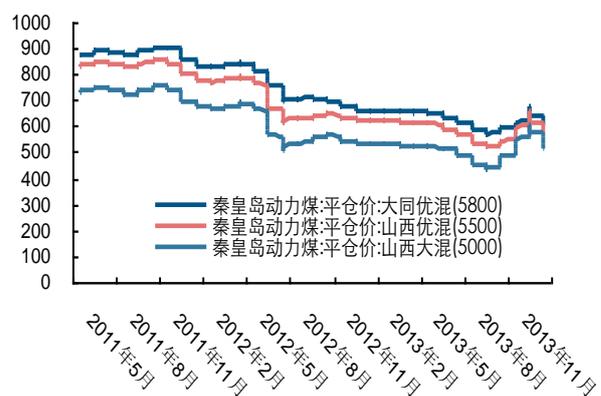
拉低整体发电设备利用小时数。

在煤炭价格回落及电价上调的带动下，火电企业盈利水平有所回升，而 2013 年 9 月国家发改委下调煤电机组上网电价对煤电企业盈利能力的影响值得关注

2011 年 4 季度以来，受国际煤价下跌、电力行业持续亏损等因素影响，动力煤价格上涨面临一定压力，政府对价格的临时干预措施对煤价产生了一定的抑制作用。另一方面，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格整体保持回落趋势，尤其是 2012 年 5 月份以来，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，至 2012 年 12 月 31 日，秦皇岛动力煤（5,500 大卡）平仓价为 625 元/吨，每吨较 2011 年同期下降了 170 元，降幅达到 21.52%。进入 2013 年以来，煤炭价格继续下降但降势趋缓；2013 年 9 月起煤炭价格有所回升，但回升幅度有限，至 2013 年 12 月 31 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 615 元/吨；至 2014 年 1 月 15 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价降至 580 元/吨。

图 2：2011 年 5 月以来动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：中国煤炭信息网，中诚信证评整理

2011 年 3 月 28 日，发改委发布了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，要求煤炭和电力企业加强自律，保证市场供应和价格稳定，再次重申“限价令”。但上述“限价令”仅限于合同煤，并未扩展到市场煤领域。2011 年 11 月，根据《国家发展改革委关于加强发电用煤价格调控的通知》（发改电[2011]299 号），国家发改委对合同电煤实行临时价格干预。此次价格干预不仅限于合同煤，

对市场煤价格涨幅也做了限制。2012年12月，国家发改委分别下发了《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》和《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，规定自2013年起取消电煤重点合同和电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同并协商确定价格；当电煤价格波动幅度超过5%时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由30%调整为10%。目前电煤市场价格已经与大部分电力企业原签订的重点合同煤价格差幅不大，短期内电煤价格并轨政策出台对电力企业盈利影响不大。但长期看，煤电联动政策的出台将使火电企业能够有效转嫁电煤价格上涨带来的成本压力，火电企业的整体抗风险能力将得到有效增强。

同时为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，发改委于2011年两次上调电价。2011年5月，发改委下发通知上调全国15个省（区、市）上网电价，15个省平均上调上网电价约2分/千瓦时。2011年12月1日发改委再次发布通知上调电价，共影响全国上网电价每千瓦时平均提高约3分钱。

2013年9月，国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》要求从9月25日起降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；提高上海、江苏、浙江等省（区、市）天然气发电上网电价。根据《通知》的规定，全国省级电网中除云南省和四川省未做调整外，其他均下调了煤电机组上网电价，降价幅度从0.009元/千瓦时~0.025元/千瓦时不等，平均降幅为0.014元/千瓦时，其中上海市、江苏省和浙江省降幅最大，为0.025元/千瓦时。在上述地区煤电上网电价下调的基础上，《通知》还规定，对脱硝达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价每千瓦时提高0.01元钱；对采用新技术进行除尘达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价每千瓦时提高0.002元钱。

总体来看，近年以来煤炭价格高位回落使得火电企业煤炭成本压力减轻，加之电价上调政策效果

显现，大部分火电企业盈利水平有所回升。而2013年9月份的电价调整政策对煤电企业的盈利能力可能会造成一定负面影响，根据煤电企业所在区域和环保水平等情况影响程度不一，但总体来看影响有限。同时，本次电价调整还将促使煤电企业加大脱硝除尘等环保措施的投入力度。此外，根据煤电联动政策，煤炭价格若继续低迷，煤电企业上网电价或将面临新一轮的下调，中诚信证评将对此予以关注。

业务运营

2013年受益于我国用电需求增速回升以及水电发电量减少，公司境内售电量有所上升，全年境内共实现营业收入1,188.04亿元，同比增长5.42%。但受新加坡市场竞争加剧影响，公司境外收入下降幅度较大，公司当年实现营业总收入1,338.33亿元，同比下降0.10%。同期，受益于煤炭价格继续下行，公司全年实现净利润131.01亿元，同比增长91.24%，盈利能力大幅提升。

公司电力资产规模持续增长，发电能力持续提升；受益于我国用电需求增速提高以及水电发电量减少，公司境内售电量有所上升

近几年公司不断通过新建和收购等方式保持电力资产规模的持续增长。2013年公司电源项目建设进展顺利，当年江苏如东风电一期（4.80万千瓦）、海门电厂3、4号机组（2*103.6万千瓦）、沁北电厂6号机组（100万千瓦）、金陵燃机热电（38.2万千瓦）、新加坡登布苏热电联产一期工程（10.1万千瓦）以及大士能源一台40.59万千瓦天然气联合循环机组等6个项目投入运行，公司装机容量进一步增加。截至2013年末，可控装机容量和权益装机容量分别达到6,679.5万千瓦和5,962.5万千瓦。

此外，公司仍有一定的新建项目，整体电力资产规模还将持续提升。截至2013年末，公司已获核准的在建电源项目主要包括长兴“上大压小”项目、桐乡燃机项目、天津燃机项目和重庆燃机项目等；拟建电源项目包括洛阳阳光热电项目和河南滹池热电项目等。同时根据公司统计，2014~2015年公司的资本支出将分别达到248.42亿元和245.68亿元，

其中火电投资分别为 136.25 亿元和 135.59 亿元。较大规模的资本支出将对公司构成一定的资金压力。

表 1: 截至 2013 年 3 月 19 日公司运营电厂发电资产分布

电厂	持股比例	权益容量 (万千瓦)	可控容量 (万千瓦)
大连	100%	140	140
丹东	100%	70	70
营口	100%	184	184
营口热电	100%	66	66
瓦房店风电	100%	4.8	4.8
昌图风电	100%	4.95	4.95
苏子河水电	100%	3.75	3.75
化德风电	100%	9.9	9.9
上安	100%	250	250
康保风电	100%	4.95	4.95
平凉	65%	162.83	250.5
酒泉风电	100%	50.15	50.15
北京热电	41%	34.65	84.5
北京燃机	41%	37.86	92.34
杨柳青	55%	66	120
榆社	60%	36	60
左权	80%	107.68	134.6
德州	100%	270	270
济宁	100%	27	27
济宁热电	100%	70	70
辛店	95%	57	60
威海	60%	120	200
日照二期	100%	136	136
沾化热电厂	100%	33	33
沁北	60%	264	440
南通	100%	140.4	140.4
南京	100%	64	64
淮阴	64%	84	132
太仓	75%	142.5	190
金陵燃机	60%	46.8	78
金陵燃机扩建	51%	19.48	38.2
金陵二期	60%	123.6	206
启东风电	65%	12.06	18.55
如东风电	51%	2.45	4.8
石洞口二厂	100%	120	120
石洞口发电	50%	66	132
石洞口一厂	100%	130	130
上海燃机	70%	81.9	117
玉环	100%	400	400
长兴	--	--	--

珞璜	60%	158.4	264
岳阳	55%	138.88	252.5
湘祁水电	100%	8	8
恩施马尾沟水电	100%	1.5	1.5
井冈山	100%	60	60
井冈山二期	100%	132	132
福州	100%	272	272
汕头燃煤	100%	120	120
海门 1、2 期	100%	207.2	207.2
滇东电厂	100%	240	240
雨汪电厂	100%	120	120
大士能源	100%	257.74	257.74

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 2: 截至 2013 年末公司主要在建电力项目

单位: 万千瓦, 亿元

项目名称	装机容量	预计投资额	预计投产日期	项目持股比例	截至 2013 年末已投资
长兴“上大压小”	132.00	46.70	2014 年	100%	10.99
桐乡燃机	38.20	15.63	2014 年	95%	10.28
天津燃机	90.00	28.00	2014 年	100%	8.23
重庆燃机	78.00	33.14	2014 年	100%	14.20

数据来源: 公司提供

表 3: 截至 2013 年末公司主要拟建电力项目

单位: 万千瓦, 亿元

项目名称	预计装机容量	项目总投资	预计投产时间	2014 年预计投资
洛阳阳光热电	70.00	28.70	2015	10.00
河南滢池热电	60.00	28.60	2015	10.00

数据来源: 公司提供

表 4: 截至 2013 年末公司分类型装机容量

指标	2013
权益装机容量 (万千瓦)	5,962.5
可控装机容量 (万千瓦)	6,679.5
其中: 火电 (万千瓦; 含生物质)	5,995.0
燃气 (万千瓦)	500.6
燃油 (万千瓦)	60
水电 (万千瓦)	12.25
风电 (万千瓦)	98.1

资料来源: 公司提供

电源结构方面, 公司电源结构以火电机组为主, 近年来高参数、大容量机组比例逐步增加, 在中国火电行业的技术优势明显。公司在国内首家引进并建设运营 60 万千瓦超临界燃煤机组; 公司所属的玉环电厂是国内首座投入商业运行的百万千瓦级

超超临界火力发电厂。截至 2013 年末，公司火电机组中超过 50% 是 60 万千瓦以上的大型机组，包括 12 台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组，公司的超超临界机组装机约占全国的四分之一。

发电量方面，得益于全国用电量增速有所提高及水电发电量有所减少，当年公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 3,174.81 亿千瓦时，较上年增长 4.98%；累计完成上网电量 3,000.03 亿千瓦时，较上年增长 5.10%。海外业务方面，由于新加坡其他电厂新机投产增多，公司全资拥有的新加坡大士能源有限公司业务受到一定冲击。2013 年大士能源发电量在新加坡的市场占有率为 20.6%，较上年下降了 4.6 个百分点。中诚信证评将关注大士能源未来盈利能力的变化情况。

表 5：2011~2013 年公司主要业务数据

	2011	2012	2013
境内发电量(亿千瓦时)	3,136	3,024	3,175
境内售电量(亿千瓦时)	2,957	2,855	3,000
公司境内火电机组平均利用小时	5,552	5,064	5,036
全国火电机组平均利用小时	5,294	4,982	5,012
平均供电标煤消耗(克/千瓦时)	312.10	310.71	308.26
平均含税上网电价(元/千瓦时)	0.430	0.454	0.454

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

发电机组运行水平方面，2012 年和 2013 年公司发电设备平均利用小时数分别为 5,064 小时和 5,036 小时。2013 年公司机组利用小时数较 2012 年下降 28 小时主要原因为：2013 年上半年受国内用电量增速放缓、电力市场竞争加剧影响，公司机组利用小时数同比下降 130 小时；2013 年下半年，受夏季持续高温及工业生产回暖影响，公司机组利用小时数同比有所提高，使得全年利用小时数降幅有所缩小。

整体来看，公司电力资产规模持续增长，目前发电量、售电量及发电机组利用小时数保持在行业较高水平，行业龙头地位稳固。同时中诚信证评将持续关注国内社会用电需求变化、新加坡市场竞争、未来资本支出压力对公司业务运营的影响。

得益于煤炭价格继续下行，公司煤炭采购成本进一步下降，盈利水平继续大幅提升

煤炭采购方面，2013 年电煤价格并轨后，公司自主与煤炭企业签订了长期协议，以保证煤炭供应。当年公司共采购原煤 13,350 万吨，基本与上年持平，其中长期协议采购量为 5,977 万吨，市场煤采购量为 7,373 万吨。价格方面，2012 年煤炭价格高位回落，公司市场采购价格大幅下跌至 604.70 元/吨。2013 年煤炭市场供应总体宽松，公司长期协议煤炭采购价格为 525.89 元/吨，市场采购均价为 535.81 元/吨，较 2012 年平均价格水平进一步下降。

电价方面，2011 年 12 月，公司收到发改委关于调整华北、华东、华中等地电网电价的通知，公司下属电厂分别上调电价 0.023 元/千瓦时~0.038 元/千瓦时不等。受益于此次电价上调，公司 2012 年平均上网电价提高至 0.454 元/千瓦时。2013 年 9 月国家发改委下调全国燃煤机组上网电价，同时对脱硝和除尘达标的燃煤发电企业，上网电价分别提高 1 分/千瓦时（原标准为 0.8 分/千瓦时）和 0.2 分/千瓦时。公司燃煤发电机组装机比重较大，2013 年 9 月燃煤机组上网电价下调使得盈利能力受到一定负面影响，但由于煤电企业所在区域和环保水平等情况影响程度不一，总体影响程度较为有限。同时由于 2012 年以来煤炭价格下行明显，根据煤电联动政策，煤电机组上网电价或将进一步下调，中诚信证评对未来电价的调整保持关注。

由于煤炭价格继续下行，公司煤炭采购成本进一步下降，2013 年公司毛利率由 2012 年的 16.30% 上升至 23.14%。当年公司实现净利润 131.01 亿元，同比增长 91.24%。

总体来看，受益于煤炭价格继续下行，公司盈利能力大幅提升。同时，中诚信证评关注未来煤炭价格走势及煤电联动政策对公司盈利能力影响。

产业链延伸持续推进，产业协同效应不断提升，综合抗风险能力进一步增强

为保障煤炭供应，近年公司持续加大对煤炭及运输产业的投资力度，产业链条逐步得到完善。

煤矿资源方面，公司持股 10% 的山西省山晋兴能源有限公司斜沟煤矿一期项目设计产能 1,500 万

吨/年已于 2010 年投产；二期工程设计产能 1,500 万吨/年，已按预期投入试生产。2012 年斜沟煤矿与公司签订了 280 万吨供煤合同。此外，公司与阳泉煤业集团合作组建了阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司（公司协议持股比例 49%），该公司持有产能为 90 万吨/年的和顺新大地煤矿 100% 股权和产能为 90 万吨/年的平朔泰安煤矿 70% 的股权。

在建煤矿项目方面，公司持股 34% 的山西潞安集团左权五里墩煤业公司拥有煤矿储量约 5,400 万吨，正在建设设计生产能力为 120 万吨/年的矿井一座，预计 2014 年 4 月投入联合试运转。此外，作为华能滇东能源公司的分支机构，华能滇东矿业分公司有五对矿井，在建总产能 1,260 万吨/年，矿区可采储量是 17.88 亿吨，是长江以南最大的整装煤田，以无烟煤为主，发热量均在 6,000 大卡左右。

在运输港口投资方面，公司持股比例为 66% 的苏州港太仓港区华能煤炭码头工程项目在建 1 个 10 万吨级和 1 个 5 万吨级煤炭装卸泊位，4 个 5 千吨级煤炭装船泊位和 6 个 1 千吨级煤炭装船泊位以及相应配套设施，设计年通过能力 2,700 万吨，项目总投资约 20 亿元。2014 年 3 月该项目外线码头及引桥、6 个泊位投入运行，共投运吞吐能力 1,500 万吨；2012 年 2 月，公司拥有 60% 权益的汕头港海门港区华能煤炭中转基地工程项目获得国家发改委核准。该项目总投资 24.42 亿元，拟改造、新建 7 万吨级煤炭卸泊位各 1 个，新建 5 万吨级煤炭装卸泊位和 3,000 吨级综合泊位 1 个，设计年通过能力 2,270 万吨，项目预计将于 2014 年投产。

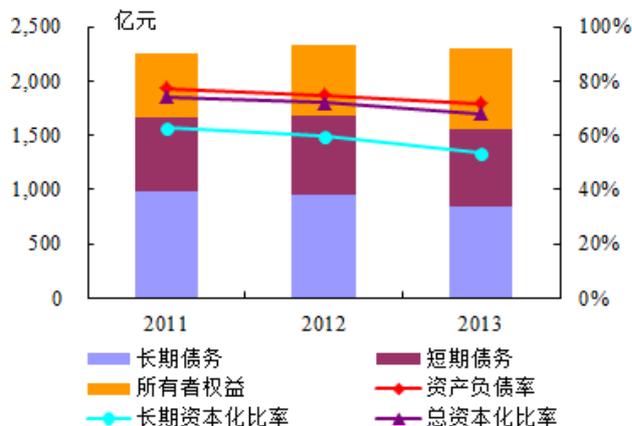
总体来看，近年来公司持续加大在煤炭、港口以及运输方面的资本投入，产业链延伸持续推进，产业协同效应不断提升，整体抗风险能力进一步增强。

财务分析

下列财务分析主要基于华能国际电力股份有限公司提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 年财务报告，经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年财务报告。

资本结构

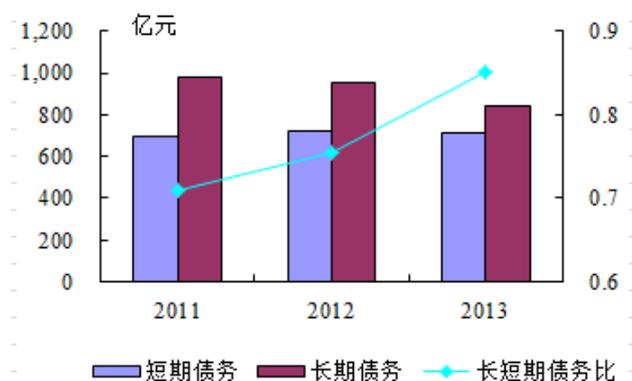
图 3：2011~2013 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年，随着电源项目建设的持续推进，公司资产规模较上年略有增加，为 2,602.75 亿元，同比增长 1.33%。同期，由于经营性净现金流充沛，归还了大量短期融资券，公司负债规模继续降低至 1,862.30 亿元。净资产方面，随着公司盈利的大幅增加，2013 年公司所有者权益增加至 740.44 亿元，较 2012 年提高 14.06%。

图 4：2011~2013 年公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务指标来看，2012 年公司债务指标较上年略有下降。截至 2013 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.55% 和 67.80%，同比分别下降 3.18 和 4.26 个百分点。从债务期限结构来看，截至 2013 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.85，较上年略有上升，主要系当年公司中期票据等带息负债将于一年内到期所致。中诚信证评认为，虽然近年公司债务规模持续增长，但以长期债务为主的债务结构符合发电企业投资规模大、回收期限长的特点，公司债务结构较为合理。根据

公司未来两年的资本支出规划，2014 年公司电源项目、港口煤炭项目以及技改项目的资本支出合计达到 248.42 亿元，资本支出压力仍然较大，负债水平存在上行压力。

盈利能力

2013 年受益于我国用电需求增速回升以及水电发电量减少，公司境内售电量有所上升，全年境内共实现营业收入 1,188.04 亿元，同比增长 5.42%。但受新加坡市场竞争加剧，境外收入下降幅度较大，看，公司当年实现营业总收入 1,338.33 亿元，同比下降 0.10%。毛利方面，公司目前电源结构仍以火电机组为主，故其毛利空间受燃煤价格波动影响较为明显。由于煤炭价格继续下行，公司煤炭采购成本进一步下降，2013 年公司毛利率由 2012 年的 16.30% 上升至 23.14%，经营效益大幅提高。

公司期间费用主要集中在管理费用和财务费用两方面，2013 年公司管理费用和财务费用分别为 34.33 亿元和 75.23 亿元，三费合计 109.65 亿元，三费收入占比为 8.19%，同比上下下降 0.75 个百分点，其中受总债务规模下降影响，2013 年公司财务费用同比下降 15.37%。考虑到公司未来债务规模存在进一步上升的可能，预计财务费用将可能增长。

表 6：2011~2013 年公司三费收入情况

单位：亿元			
项目	2011	2012	2013
销售费用	0.09	0.06	0.09
管理费用	29.16	30.87	34.33
财务费用	74.94	88.88	75.23
三费合计	104.19	119.82	109.65
营业总收入	1,334.21	1,339.67	1,338.33
三费收入占比	7.81%	8.94%	8.19%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益以及营业外损益构成，其中经营性业务利润占比最大。2013 年煤炭价格继续下行，公司经营性业务利润较上年大幅增长，全年共实现经营性业务利润 189.59 亿元，较上年 106.61%。受益于此，公司利润总额大幅提升至 176.49 亿元，同比增长 87.22%。；实现净利润 131.01 亿元，同比增长 91.24%。

偿债能力

2013 年公司偿还部分债务，总债务规模有所下降。截至 2013 年末，公司总债务为 1,559.03 亿元，同比下降 6.90%，其中短期债务 716.63 亿元，同比下降 0.47%；长期债务 842.40 亿元，同比下降 11.74%。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和摊销构成。2013 年随着公司盈利能力的大幅提升，利润总额较上年增长较多，公司 EBITDA 增加至 369.39 亿元，EBITDA/营业总收入为 27.60%。2013 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 4.22 倍和 4.46 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平继续得到优化。

现金流方面，2013 年得益于公司盈利的增加，公司现金流较为充裕，当年经营活动净现金为 402.39 亿元，同比增长 49.43%，经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖倍数分别增加至 0.26 倍和 4.86 倍，公司经营活动净现金流对债务的保障水平进一步加强。

表 7：2011~2013 年公司主要偿债能力指标

指标	2011	2012	2013
EBITDA (亿元)	219.84	294.14	369.39
经营活动净现金流 (亿元)	209.49	269.28	402.39
资产负债率 (%)	77.14	74.73	73.35
总资本化比率 (%)	74.18	72.06	70.40
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.43	2.82	4.86
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.13	0.16	0.26
EBITDA 利息倍数 (X)	2.55	3.08	4.46
总债务/EBITDA (X)	7.60	5.69	4.22

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2013 年末，公司无对外担保事项；未决诉讼方面，2013 年 12 月 31 日，公司子公司对一起由其供应商发起的仲裁事项计提了约 1.82 亿元的预计负债，该子公司预计该仲裁事项的赔偿不会大幅超过 2013 年 12 月 31 日计提的预计负债。

公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2014 年 3 月末，公司在各家银行授信总额为 2,483.17 亿元，其中尚未使用授信额度 1,596 亿元。

总体来看,作为国内规模最大的电力上市公司,公司经营规模庞大、主业突出,近年来营业收入稳步增长;受益于煤炭价格持续低位,盈利能力大幅提升,经营性净现金流充沛;融资渠道较为顺畅,整体信用水平保持稳定。

担保实力

中国建设银行股份有限公司(以下简称“建行”)和中国银行股份有限公司(以下简称“中行”)分别为“2007年华能国际电力股份有限公司公司债券(第一期)”提供各30亿元的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国建设银行

2013年,建设银行资产质量保持稳定,业绩表现优良。截至2013年末建行资产总额153,632.10亿元,较上年增长9.95%;全年实现营业收入5,086.08亿元,较上年增长10.39%;净利润2,151.22亿元,较上年增长11.12%;平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为1.47%和21.23%,资产收益情况良好。

公司银行业务在建行各项业务中一直处于重要地位,近年来该业务对利润的贡献度均保持在50%左右。2013年公司银行业务实现利润总额1,459.39亿元,同比增长23.16%,利润贡献度为52.16%。信贷投放方面,截至2013年末建行公司类贷款和垫款余额53,996.31亿元,同比增长8.80%;不良率为1.42%。当年建行对产能过剩行业、政府融资平台贷款进行了有效控制和清理,其中钢铁、水泥、煤化工、平板玻璃、风电设备、多晶硅、造船等“6+1”行业贷款余额1,727.29亿元,较上年减少156.35亿元;平台贷款余额较上年减少376.79亿元。与此同时,网络银行、新农村建设等领域业务则较快发展,贷款余额增幅较大。总体来看,建行公司类贷款投放有序,质量稳定。

个人银行业务方面,建设个人银行业务实现利润总额646.35亿元,同比增长25.11%,利润贡献度为23.10%,较上年提高2.55个百分点;不良率为0.32%。截至2013年末,建行境内个人贷款余额24,646.54亿元,同比增长22.14%,其中个人住房贷

款重点支持百姓购买自住房需求,贷款余额18,802.19亿元,同比增长22.99%,余额居同业首位。此外,贷记卡交易、个人理财、代销基金等其他中间业务的发展也带动了建行个人业务手续费及佣金净收入的增加。

2013年,建行海外网络覆盖面稳步扩充,建行俄罗斯、建行迪拜、台北分行、卢森堡分行、建行欧洲、大阪分行(二级分行)顺利开业。截至2013年末,建行海外机构已经覆盖15个国家和地区,资产总额为7,318.78亿元,同比增长41.13%;实现利润总额38.95亿元,同比增长22.64%。

盈利能力方面,2013年建行共完成5,086.08亿元,较上年增长10.39%。其中利息净收入为3,895.44亿元,较上年增长10.29%,主要是由于2013年提升了利率市场化条件下的定价能力,保持了净利息收益率和净利差的相对稳定,净利息收益率为2.74%、净利差为2.56%,分别较上年略降1个基点和2个基点;同时在信用卡、顾问和咨询、理财等业务的拉动下,手续费及佣金净收入实现11.52%的增长。2013年建行取得净利润2,151.22亿元,较上年增长11.12%;平均资产回报率和加权平均净资产收益率分别为1.47%和21.23%,主要财务指标继续保持同业领先。

资产质量方面,2013年建行全面强化贷后管理,加强风险防范化解,加快不良贷款处置,信贷资产质量继续保持稳定。截至2013年末,建行不良贷款余额852.64亿元,较上年增加106.46亿元;不良贷款率0.99%,与上年持平;关注类贷款占比2.38%,较上年下降0.34个百分点。同时,建行依照审慎原则计提各项减值准备,拨备覆盖充分。截至2013年末,建行客户贷款和垫款损失准备余额为2,286.96亿元,拨备覆盖率为268.22%。

资本充足性方面,得益于持续良好的经营效益,近年来建行的未分配利润持续增长,截至2013年末,建行未分配利润为4,440.84亿元,较上年增加530.32亿元,有效补充了核心资本;当年资本充足率和核心资本充足率分别为13.34%和10.75%,保持同业领先。

综上所述,中诚信证评认为建行规模实力雄厚,业务结构多元化且处于行业领先水平,具备很强的

综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

中国银行

2013年，中国银行资产负债规模稳步扩大。截至2013年末，中国银行总资产为138,742.99亿元，同比增长9.41%；负债合计129,128.22亿元，同比增长9.25%。截至2013年末，中行境内外机构共有11,483家，其中中国内地机构10,863家，香港澳门台湾地区及其他国家机构620家。

在商业银行业务方面，中行持续优化信贷结构，贷款规模保持平稳增长。2013年末中国银行客户贷款总额76,077.91亿元，同比增长10.82%。当年中行主动限制地方政府融资平台贷款规模，贷款余额比上年末减少447.70亿元；严格控制高耗能、高排放行业贷款，对产能过剩行业实施差异化信贷政策，产能过剩行业贷款余额比上年末减少117.94亿元。此外，中行国际结算与贸易融资业务继续平稳增长。2013年中行完成国际结算业务量3.42万亿美元，同比增长23.02%，市场份额居同业之首；年末贸易融资余额为468.42亿美元，人民币贸易融资余额为3,473.46亿元，保持同业领先水平。

在海外和多元化业务方面，2013年中国银行海外机构核心竞争力和可持续发展能力不断增强，市场地位进一步提升。年末中行海外商业银行资产总额、负债总额分别为5,925.65亿美元、5,694.53亿美元，同比分别增长27.11%、28.06%；客户存款、贷款总额分别为3,068.10亿美元、2,512.32亿美元，同比分别增长16.50%、22.09%；当年实现利润总额57.08亿美元，比上年增长16.99%，对集团利润的贡献度为16.60%，经营规模、盈利能力和国际化业务占比继续保持国内领先。同时，投资银行、保险、直接投资等业务平台持续提供多元化的利润来源，国际化、多元化优势进一步扩大。

在盈利能力方面，2013年中国银行实现营业收入4,075.08亿元，同比增长11.31%，其中利息净收入2,835.85亿元，同比增长10.36%；净息差为2.24%，比上年上升9个基点。当年中行实现净利润1,637.41亿元，同比增长12.35%；平均总资产回报率为1.23%、净资产收益率为18.04%，资产收益情况良好。

在资产质量方面，2013年中行不良信贷资产余

额和比率继续保持在较低水平，拨备覆盖充足。2013年末中行不良贷款总额732.71亿元，不良贷款率0.96%，比上年末上升0.01个百分点；贷款减值准备余额1,680.49亿元，不良贷款拨备覆盖率229.35%。

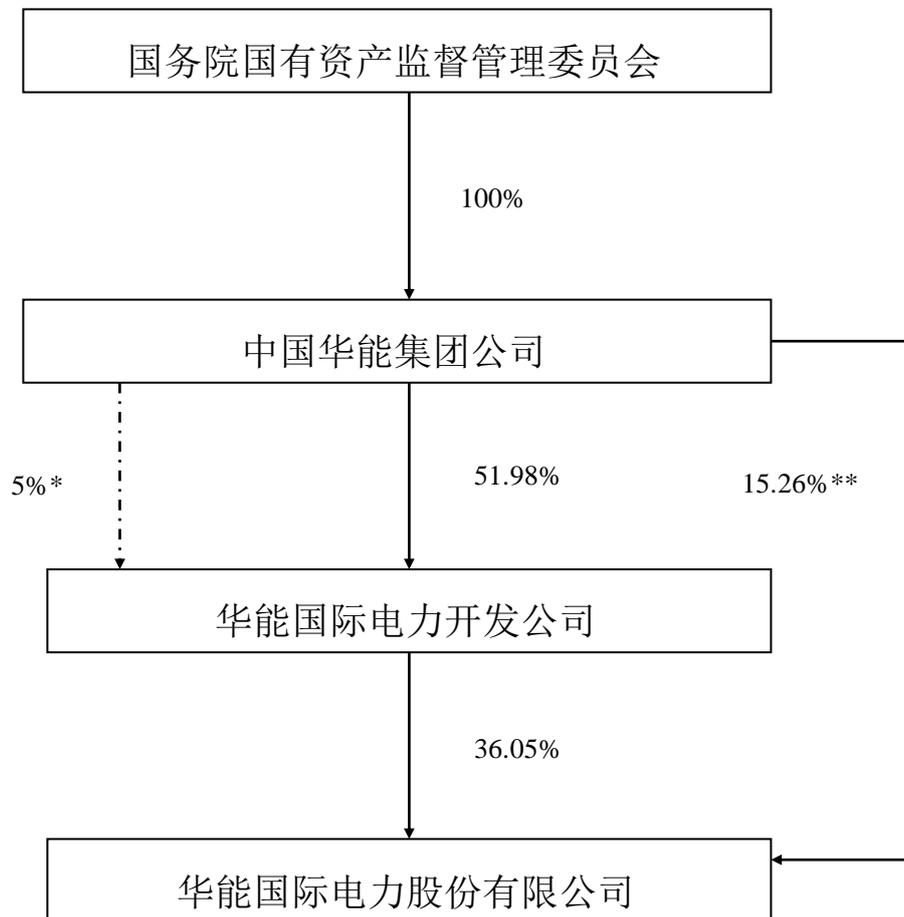
在资本充足性和流动性方面，中行进一步加强资产负债综合平衡管理，增强资本实力，切实防范流动性风险。截至2013年末，中行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为9.69%、9.70%和12.46%，均较上年有所提升。

综上所述，中诚信证评认为中行规模实力雄厚，业务结构多元化且处于行业领先水平，盈利能力较强，具备很强的综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持“华能国际电力股份有限公司 2007 年公司债券（第一期）”信用等级为AAA，维持发行主体华能国际主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

附一：华能国际电力股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



*注：华能集团通过其全资附属公司中国华能集团香港有限公司间接持有尚华投资有限公司 100% 股权，而尚华投资有限公司持有华能开发 5% 的股权，因此，华能集团间接持有华能开发 5% 的权益。

**注：华能集团直接持有本公司 11.06% 的权益，并通过其全资子公司中国华能集团香港有限公司间接持有本公司 3.36% 的权益，通过其全资子公司华能资本服务有限公司间接持有本公司 0.04% 的权益，通过其控股子公司中国华能财务有限责任公司间接持有本公司 0.79% 的权益。

附二：华能国际电力股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	867,001.54	1,062,449.71	943,338.54
应收账款净额	1,481,448.12	1,494,237.42	1,480,679.03
存货净额	752,562.06	702,238.36	646,902.56
流动资产	3,440,404.99	3,514,507.23	3,352,372.54
长期投资	1,566,202.29	1,743,647.46	1,959,396.27
固定资产合计	17,889,221.36	17,811,257.27	18,254,047.23
总资产	25,436,539.33	25,686,186.94	26,027,485.31
短期债务	6,939,105.29	7,200,341.56	7,166,306.20
长期债务	9,769,979.10	9,544,951.13	8,424,022.13
总债务(短期债务+长期债务)	16,709,084.38	16,745,292.69	15,590,328.33
总负债	19,620,553.12	19,194,362.91	18,623,023.45
所有者权益(含少数股东权益)	5,815,986.21	6,491,824.03	7,404,461.86
营业总收入	13,342,076.89	13,396,665.89	13,383,287.47
三费前利润	1,111,998.21	2,115,808.06	2,992,397.43
投资收益	80,392.15	81,729.41	85,104.41
净利润	136,425.93	685,245.40	1,310,434.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,198,442.20	2,941,430.40	3,693,891.45
经营活动产生现金净流量	2,094,915.50	2,692,808.20	4,023,942.94
投资活动产生现金净流量	-2,166,483.06	-1,530,960.49	-1,905,425.02
筹资活动产生现金净流量	6,964.79	-981,689.94	-2,224,008.82
现金及现金等价物净增加额	-87,365.53	195,260.52	-116,371.44
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	8.70	16.30	23.14
所有者权益收益率(%)	2.35	10.56	17.70
EBITDA/营业总收入(%)	16.48	21.96	27.60
速动比率(X)	0.29	0.31	0.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.16	0.26
经营活动净现金/短期债务(X)	0.30	0.37	0.56
经营活动净现金/利息支出(X)	2.43	2.82	4.86
EBITDA 利息倍数(X)	2.55	3.08	4.46
总债务/EBITDA(X)	7.60	5.69	4.22
资产负债率(%)	77.14	74.73	71.55
总债务/总资本(%)	74.18	72.06	67.80
长期资本化比率(%)	62.68	59.52	53.22

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：中国建设银行股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：百万元）	2011	2012	2013
贷款总额	6,496,411	7,512,312	8,590,057
贷款损失准备	171,217	202,433	228,696
关注贷款	197,726	204,407	204,680
不良贷款（五级分类）	70,915	74,618	85,264
总资产	12,281,834	13,972,828	15,363,210
风险加权资产	6,760,117	7,637,705	9,872,790
存款总额	9,987,450	11,343,079	12,223,037
总负债	11,465,173	13,023,219	14,288,881
总资本	816,661	949,609	1,074,329
净利息收入	304,572	353,202	389,544
手续费及佣金净收入	86,994	93,507	104,283
净营业收入合计	397,090	460,746	508,608
业务及管理费用（含折旧）	-118,294	-134,566	-148,692
税前利润	219,107	251,439	279,806
归属于母公司所有者净利润	169,258	193,179	214,657
财务指标	2011	2012	2013
核心资本充足率	10.97	11.32	10.75
资本充足率	13.68	14.32	13.34
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.09	0.99	0.99
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	4.14	3.71	3.38
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	241.44	271.29	268.22
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	7.18	6.48	6.54
净利差	2.57	2.58	2.56
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	22.33	21.92	21.23
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.47	1.47	1.47
总贷款/总存款	65.05	66.23	70.28

附四：中国银行股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：百万元）	2011	2012	2013
贷款总额	6,342,814	6,864,696	7,607,791
贷款损失准备	139,676	154,656	168,049
关注贷款	192,504	207,535	189,293
不良贷款（五级分类）	63,274	65,448	73,271
总资产	11,829,789	12,680,615	13,874,299
风险加权资产	6,656,034	7,253,230	9,418,726
存款总额	8,817,961	9,173,995	10,097,786
总负债	11,072,652	11,819,073	12,912,822
总资本	757,137	861,542	961,477
净利息收入	228,064	256,964	283,585
手续费及佣金净收入	64,662	69,923	82,092
净营业收入合计	328,166	366,091	407,508
业务及管理费用（含折旧）	106,905	116,436	124,747
税前利润	168,644	187,380	212,777
归属于母公司所有者净利润	124,276	139,432	156,911
财务指标	2011	2012	2013
核心资本充足率	10.08	10.54	9.69
资本充足率	12.98	13.63	12.46
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.00	0.95	0.96
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	4.03	3.98	3.45
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	220.75	236.30	229.35
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	7.06	6.44	6.49
净利差	2.12	2.15	2.24
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	18.21	17.98	18.04
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.17	1.19	1.23
总贷款/总存款	71.93	74.83	75.34

附五：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 交易性金融负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是证评发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。